

百隆东方 (601339.SH)

受益棉价上涨，2022年一季度净利润增长 55%

增持

核心观点

受益棉价上涨、产能扩张和订单旺盛，业绩显著增长。2021 年越南疫情封锁导致公司产量损失约 8%，但受益于 10 万吨产能扩张、订单旺盛带来的产能利用率提升、以及期内棉价上涨传导到纱线端，公司销量/单价分别 +12%/+13%，收入增长 26.7%至 78 亿元。期内棉花价格大涨（2021 全年 328 棉价同比增长 38%），受益低价库存，公司毛利率提升 15.2 个百分点至 26.2%。三大费用率合计减少 2 个百分点，净利率提升 11.7 个百分点至 17.6%，归母净利润 13.7 亿元，+275%。存货周转天数同比下降 11 天至 240 天。2021 年资本支出 5.7 亿元，同比提升 85%。

四季度毛利率创历史新高，一季度业绩受益棉价维持高增长。2021 Q4 公司收入 22.2 亿元，+13.4%，净利润为 5.8 亿元，+210%，其中毛利率+23.8 个百分点至 36.4%，创历史新高。2022 年 Q1 公司收入 19.8 亿元，+5.4%，净利润 3.45 亿元，+54.6%，毛利率 26.1%，+8.2p.p.，净利率 17.4%，+5.6p.p.，继续受益棉花价格大幅提升（2022Q1 328 棉价同比增长 44%）。存货周转 259 天，环比增长 19 天。

展望：棉价维持高位，同时看好今年产能利用率恢复。越南纺织服装出口增速自去年 11 月解封以来维持高度景气局面，一季度增速 20.3%，为 2012 年以来最高同比增幅，我们预计公司全年产能利用率同比去年较大修复。从棉花价格看，今年以来 328 棉价持续维持 22700 元/吨左右的高位，预计公司全年毛利率继续维持较好水平。

风险提示：疫情反复、原料价格大幅波动、订单需求不及预期、系统性风险。

投资建议：中高端纱线需求潜力大，看好产能利用率恢复和越南新产能投产。

从短期看，自去年 10 月越南解封以来，越南纺织品出口呈现景气局面，公司生产回到正轨，2022 年产能利用率预计提升。从中长期看，色纺纱在国内渗透率仍然较低，中高端纱线需求潜力较大，作为全球第二大色纺纱厂商，公司于 2021 年 7 月布局 39 万吨纱线的新一轮产能扩张，并有望凭借自身科技实力和自动化水平继续巩固龙头地位，进一步提升市场份额。维持盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别为 13.2/15.0/16.2 亿元，同比 -3.9%/+13.7%/+8.1%，对应 2023 年 8~8.5x PE，维持合理估值为 8~8.5 元，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,135	7,774	9,824	9,382	10,196
(+/-%)	-1.4%	26.7%	26.4%	-4.5%	8.7%
净利润(百万元)	366	1371	1318	1499	1620
(+/-%)	22.9%	274.5%	-3.9%	13.7%	8.1%
每股收益(元)	0.24	0.91	0.88	1.00	1.08
EBIT Margin	4.9%	20.9%	14.9%	17.5%	17.3%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	15.2%	13.7%	14.4%	14.4%
市盈率 (PE)	23.0	6.1	6.4	5.6	5.2
EV/EBITDA	16.5	6.4	7.3	6.5	6.1
市净率 (PB)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

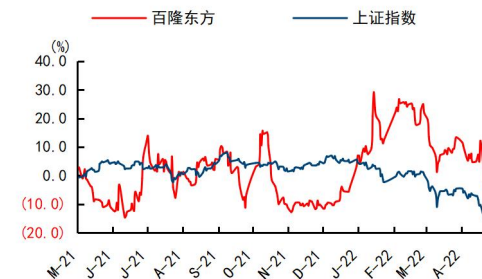
dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	8.00 - 8.50 元
收盘价	5.55 元
总市值/流通市值	8325/8325 百万元
52 周最高价/最低价	7.58/4.97 元
近 3 个月日均成交额	88.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百隆东方-601339-2021 年三季报点评：棉价利好业绩高增，越南产能逐步恢复》——2021-11-01

《百隆东方-601339-2021 年中报点评：棉价、产能双轮驱动业绩增长》——2021-08-03

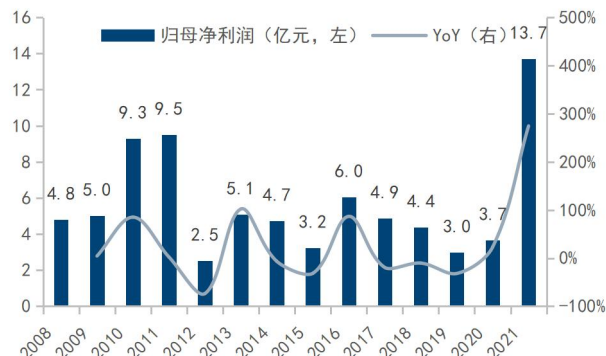
《百隆东方-601339-2019 年年报点评：利润率承压，现金流好转》——2020-04-24

图 1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



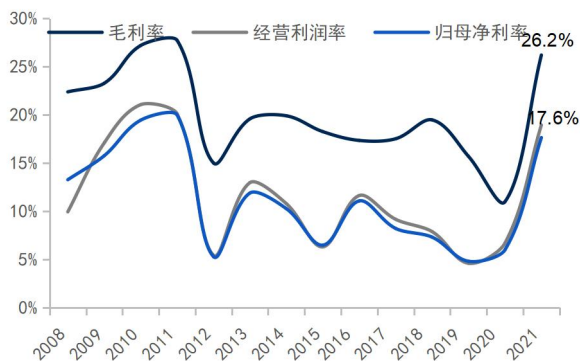
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司年度净利润和增长（亿元，%）



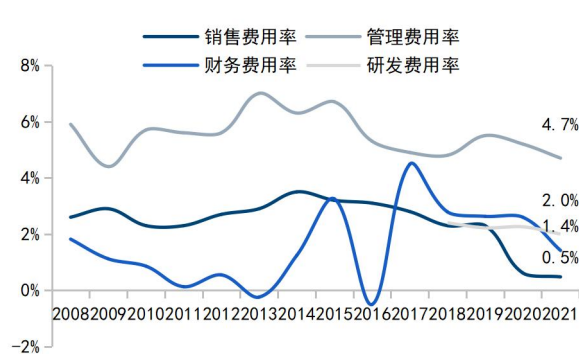
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司毛利率、净利率变化情况（%）



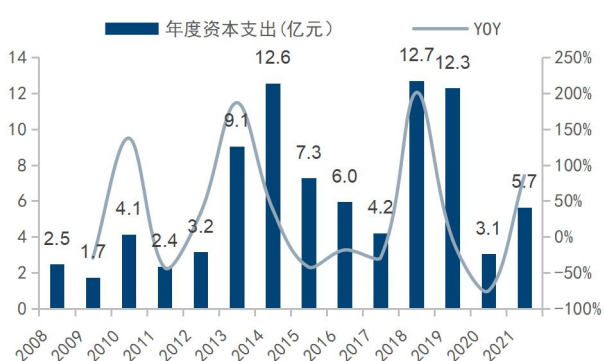
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司费用率变化情况



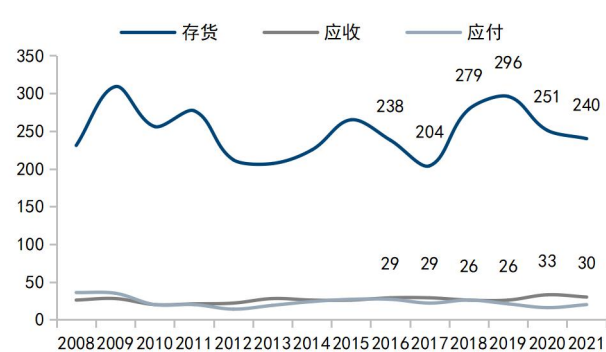
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司年度资本支出（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司营运资金周转天数



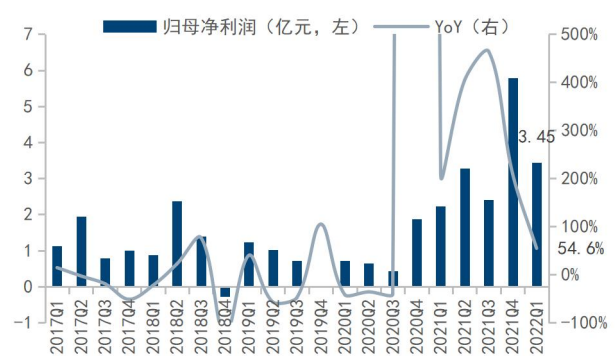
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



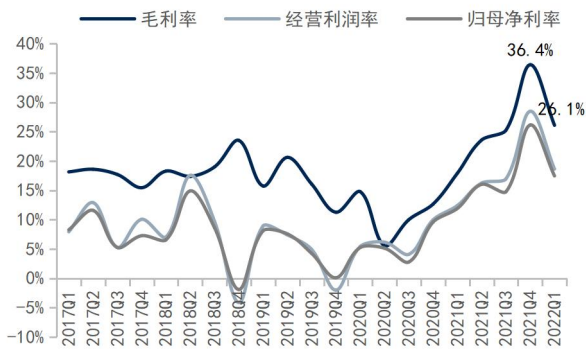
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司季度归母净利润和增长（亿元，%）



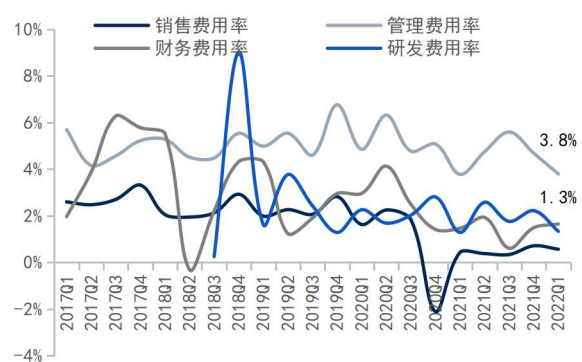
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司季度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好产能利用率恢复和新产能投产

从短期看，自去年 10 月越南解封以来，越南纺织品出口呈现景气局面，公司生产回到正轨，2022 年产能利用率预计提升。从中长期看，色纺纱在国内渗透率仍然较低，中高端纱线需求潜力较大，作为全球第二大色纺纱厂商，公司于 2021 年 7 月积极布局 39 万锭纱线的新一轮产能扩张，并有望凭借自身科技实力和自动化水平继续巩固龙头地位，进一步提升市场份额。维持盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别为 13.2/15.0/16.2 亿元，同比-3.9%/+13.7%/+8.1%，对应 2023 年 8-8.5x PE，维持合理估值为 8~8.5 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2021~2023 g	PEG 2022 (人民币亿元)	总市值
601339	百隆东方	增持	5.62	0.25	0.91	0.88	1.00	22.48	6.18	6.39	5.62	4.8%	1.32	84.30
同类公司														
02678	天虹纺织	买入	7.72	0.57	2.93	2.22	2.42	13.54	2.63	3.48	3.19	-9.1%	-0.38	70.84
002042	华孚时尚	无评级	3.54	-0.31	0.34	0.38	0.44	-11.42	10.41	9.26	7.98	14.2%	0.65	60.20
平均值									6.52	6.37	5.59			

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	647	1507	4245	3694	4332	营业收入	6135	7774	9824	9382	10196
应收款项	663	659	807	771	838	营业成本	5462	5737	7623	7048	7695
存货净额	3486	4147	3178	4548	4775	营业税金及附加	33	41	51	48	51
其他流动资产	227	319	403	385	418	销售费用	38	37	46	43	46
流动资产合计	5637	6869	8870	9634	10599	管理费用	317	356	669	627	666
固定资产	4280	4268	3231	3164	3081	财务费用	159	110	139	117	116
无形资产及其他	674	657	630	604	578	投资收益	358	172	142	141	153
投资性房地产	250	285	285	285	285	资产减值及公允价值变动	8	(45)	(24)	(22)	(24)
长期股权投资	2318	2195	2190	2185	2180	其他收入	(81)	(147)	53	51	54
资产总计	13159	14274	15207	15872	16723	营业利润	409	1472	1467	1668	1803
短期借款及交易性金融负债	3916	3317	3317	3317	3317	营业外净收支	(0)	(2)	(3)	(3)	(3)
应付款项	260	389	536	491	497	利润总额	409	1470	1464	1665	1800
其他流动负债	342	310	440	404	440	所得税费用	42	99	146	167	180
流动负债合计	4518	4015	4292	4211	4255	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	546	1053	1053	1053	1053	归属于母公司净利润	366	1371	1318	1499	1620
其他长期负债	203	213	210	207	205						
长期负债合计	749	1265	1263	1260	1257	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5267	5281	5555	5471	5512	净利润	366	1371	1318	1499	1620
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	36	989	(11)	(25)
股东权益	7893	8993	9652	10401	11211	折旧摊销	531	536	450	482	510
负债和股东权益总计	13159	14274	15207	15872	16723	公允价值变动损失	(8)	45	24	22	24
						财务费用	159	110	139	117	116
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	600	(643)	2000	(1410)	(311)
每股收益	0.24	0.91	0.88	1.00	1.08	其它	1	(36)	(989)	11	25
每股红利	0.16	0.27	0.44	0.50	0.54	经营活动现金流	1490	1309	3792	593	1843
每股净资产	5.26	6.00	6.43	6.93	7.47	资本开支	0	(496)	(400)	(400)	(400)
ROIC	3%	15%	13%	15%	15%	其它投资现金流	(514)	378	0	0	0
ROE	5%	15%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(817)	6	(395)	(395)	(395)
毛利率	11%	26%	22%	25%	25%	权益性融资	(68)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	21%	15%	17%	17%	负债净变化	(587)	506	0	0	0
EBITDA Margin	14%	28%	19%	23%	22%	支付股利、利息	(247)	(412)	(659)	(749)	(810)
收入增长	-1%	27%	26%	-5%	9%	其它融资现金流	82	(643)	0	0	0
净利润增长率	23%	274%	-4%	14%	8%	融资活动现金流	(1653)	(454)	(659)	(749)	(810)
资产负债率	40%	37%	37%	34%	33%	现金净变动	(981)	860	2738	(552)	638
息率	2.9%	4.9%	7.8%	8.9%	9.6%	货币资金的期初余额	1627	647	1507	4245	3694
P/E	23.0	6.1	6.4	5.6	5.2	货币资金的期末余额	647	1507	4245	3694	4332
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	909	3366	149	1386
EV/EBITDA	16.5	6.4	7.3	6.5	6.1	权益自由现金流	0	772	3241	44	1281

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032